



Politischer Drahtseilakt

AUTOREN

Claudia Windt
Telefon: 0 69/91 32-25 00

Ulf Krauss
Telefon: 0 69/91 32-47 28

Markus Reinwand, CFA
Telefon: 0 69/91 32-47 23

research@helaba.de

REDAKTION
Claudia Windt

HERAUSGEBER
Dr. Gertrud R. Traud
Chefvolkswirt/
Leitung Research

Helaba
Landesbank
Hessen-Thüringen
MAIN TOWER
Neue Mainzer Str. 52-58
60311 Frankfurt a. Main
Telefon: 0 69/91 32-20 24
Telefax: 0 69/91 32-22 44

- Der **Euro** konnte sich trotz der Unsicherheiten um einen möglichen „Grexit“, der drohenden Zinswende der Fed, dem Krisenherd in der Ukraine sowie der überwiegend negativen Positionierung der Investoren am Devisenmarkt behaupten. Kurzfristig dürfte die US-Geldpolitik den Euro etwas belasten. Mittelfristig profitiert die Gemeinschaftswährung von der anziehenden Euro-Konjunktur.
- Im März beginnt das umstrittene große Ankaufprogramm der EZB. Die Anleger trauen sich derzeit nicht aus der Deckung, auch wegen der unklaren Lage um Griechenland. Zyklische Faktoren dürften im Jahresverlauf jedoch wieder an Einfluss gewinnen. Dreht die Inflationsrate im Jahresverlauf wieder in den positiven Bereich, wovon auszugehen ist, so dürften **Renten** trotz QE unter Druck geraten.
- **Aktien** sind der fundamentalen Realität inzwischen weit enteilt. Ob Wachstums- und Gewinnaussichten bald nachziehen und die Erwartungslücke schließen, ist eher fraglich. Angesichts der Überhitzung überwiegen vielmehr die Korrekturrisiken.

Finanzmarktrückblick und -prognosen

	Veränderung seit ...		aktueller	Helaba-Prognosen		
	Jahresultimo	Vormonat	Stand*	Q1/2015	Q2/2015	Q3/2015
Devisen	(jeweils gg. Euro, %)		(jeweils gg. Euro)			
US-Dollar	6,8	0,5	1,13	1,10	1,10	1,15
Japanischer Yen	7,5	-0,2	135	131	134	136
Britisches Pfund	5,9	3,3	0,73	0,75	0,75	0,74
Schweizer Franken	11,5	-8,1	1,08	1,05	1,10	1,10
Aktien	(in Landeswährung, %)		(Index)			
DAX	13,5	6,7	11.131	10.200	10.000	9.800
Euro Stoxx 50	11,9	5,9	3.520	3.300	3.250	3.200
Dow Jones	1,6	1,7	18.117	17.600	17.300	17.000
Nikkei 225	5,8	6,6	18.467	17.300	17.000	16.500
Zinsen/Renten	(in Basispunkten)		(in %)			
3M Euribor	-3	-1	0,05	0,10	0,10	0,10
3M USD Libor	1	1	0,26	0,40	0,90	1,20
10j. Bundesanleihen	-18	-8	0,37	0,50	0,70	0,80
10j. Pfandbriefe	-8	-4	0,73	0,75	0,90	1,00
10j. US-Treasuries	-11	19	2,06	2,20	2,50	2,60

* 23.02.2015

Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Die Publikation ist mit größter Sorgfalt bearbeitet worden. Sie enthält jedoch lediglich unverbindliche Analysen und Prognosen zu den gegenwärtigen und zukünftigen Marktverhältnissen. Die Angaben beruhen auf Quellen, die wir für zuverlässig halten, für deren Richtigkeit, Vollständigkeit oder Aktualität wir aber keine Gewähr übernehmen können. Sämtliche in dieser Publikation getroffenen Angaben dienen der Information. Sie dürfen nicht als Angebot oder Empfehlung für Anlageentscheidungen verstanden werden.

Claudia Windt

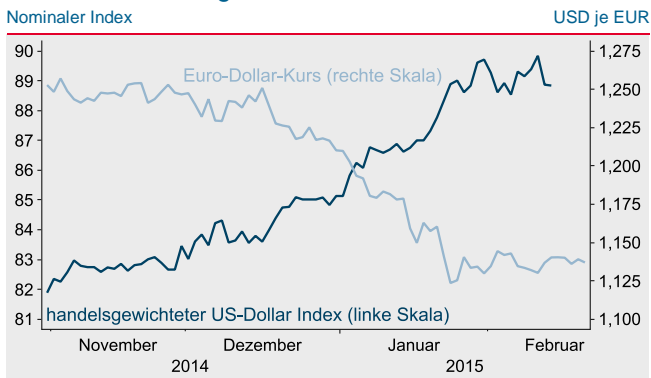
Devisen: Euro-Stabilisierung

Zu Jahresbeginn geriet die europäische Gemeinschaftswährung kräftig unter Druck und viele wähten die Parität des Euro-Dollar-Kurs bereits in greifbare Nähe. Doch trotz der Unsicherheiten um einen möglichen „Grexit“, der drohenden Zinswende der US-Notenbank, dem Krisenherd in der Ukraine sowie der überwiegend negativen Positionierung der Investoren am Devisenmarkt gegen die Gemeinschaftswährung, behauptete sich diese im Februar. Der Euro konsolidierte gegenüber dem US-Dollar um 1,13.

Griechenland vorerst kein Belastungsfaktor

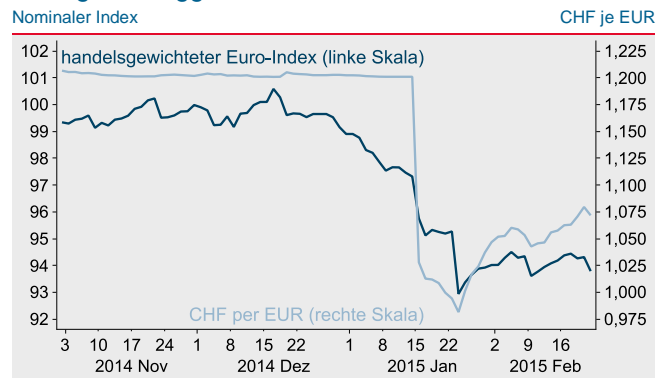
Noch ist unklar, welche Folgen ein „Grexit“ für den Euro hätte. Sicherlich ist die Gefahr eines Dominoeffektes an den Finanzmärkten gebannt. Bislang reagiert die Gemeinschaftswährung positiv, wenn es auf einen Verbleib Griechenlands im gemeinsamen Währungsraum hinausläuft. Kurzfristig käme der Euro im Falle einer griechischen Zahlungsunfähigkeit deutlich unter Druck. Angesichts der geringen Volatilität an den Devisenmärkten, wird wohl hauptsächlich auf einen Verbleib Griechenlands im Euroraum gesetzt. Im aktuellen Geschacher hat sich die neue griechische Regierung wohl wieder etwas mehr Zeit errungen. Jüngst wurde die Verlängerung des Hilfsprogramms um vier Monate von den Euro-Finanzministern bewilligt, dafür muss nun Griechenland im Gegenzug zeitnah eine Liste mit Reformmaßnahmen vorlegen. Ob dabei im Prinzip die „harten“ Regeln des alten Programms unter neuem Namen (Master Financial Assistance Facility) gelten, oder ein im Sinne der griechischen Regierung eher aufgeweichtes unverbindlicheres Reformprogramm, wird sich erst noch zeigen. Richtig spannend dürfte es erst dann wieder werden, wenn Ende Juni das verlängerte Hilfsprogramm endet und Griechenland frisches Geld von der Staatengemeinschaft benötigt. Bis dahin sollte der Euro-Dollar-Kurs nicht nachhaltig von dieser Seite belastet werden.

Euro-Stabilisierung



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

Euro gewinnt ggü. Schweizer Franken



Quellen: Macrobond, Helaba Volkswirtschaft/Research

US-Zinswende als Belastungsfaktor

Entscheidend wird vielmehr die Entwicklung des US-Dollars sein. Im Gegensatz zum Euro schwächelte der Greenback in den vergangenen Tagen gegenüber vielen Währungen. Die seit Jahresbeginn kräftige Aufwertung ist zumindest vorerst zum Halten gekommen, der handelsgewichtete US-Dollarindex scheint eine Art Plateau erreicht zu haben. Dies hängt nicht unmittelbar mit den nach wie vor soliden US-Konjunkturdaten zusammen, sondern hat vielmehr mit den Erwartungen einer späteren US-Zinswende zu tun. Dennoch dürfte die US-Notenbank die Zinswende u. E. zur Jahresmitte vollziehen. Der Zinsvorteil des US-Dollars gegenüber dem Euro sollte sich deshalb in den kommenden Wochen als Belastungsfaktor erweisen und den EUR-USD-Kurs in Richtung 1,10 drücken. Zugleich spricht aber die zunehmende Konjunkturdynamik im Euroraum für eine mittelfristige Erholung der Gemeinschaftswährung.

Prognoserevision CHF-EUR

Der Euro hat sich nicht nur gegenüber dem US-Dollar behauptet, sondern auch gegenüber dem Schweizer Franken. Anders als erwartet, hat der Franken nicht weiter von den Unsicherheiten um Griechenland profitieren können, weshalb wir unsere Frankenprognose revidieren. Die Überbewertung des Franken bleibt dagegen weiter bestehen.

Ulf Krauss

Renten: Anleger im Bann des QE-Ankaufprogramms

An den Rentenmärkten wird mit Spannung auf den Start des großen Ankaufprogramms der EZB (QE) gewartet. Ab März werden monatlich 60 Mrd. Euro insbesondere Staatsanleihen von der EZB und den nationalen Notenbanken aufgekauft. Die schwierigste Aufgabe hat dabei wohl die Bundesbank, die monatlich Bundesanleihen im Volumen von über 10 Mrd. Euro erwerben muss. Das geplante Emissionsvolumen des Bundes am Kapitalmarkt liegt in diesem Jahr bei 147 Mrd. Euro. Da laut EZB-Beschluss lediglich 25 % einer Emission erworben werden können, liegt das monatliche Kontingent, das die deutsche Zentralbank über Zwischenhändler kaufen kann, bei durchschnittlich 3 Mrd. Euro. Die fehlenden Papiere muss sie am Sekundärmarkt einsammeln, der ein Marktvolumen von rund 1,1 Billionen Euro aufweist. Etwa drei Viertel davon befinden sich in den Händen ausländischer Investoren, insbesondere von Zentralbanken. Da es bei deutschen Banken und Versicherern angesichts des akuten Anlagenotstands vermutlich nicht viel zu holen gibt, dürfte sich die Bundesbank verstärkt im Ausland umschaun.

QE-Sog erfasst alle Rentenklassen

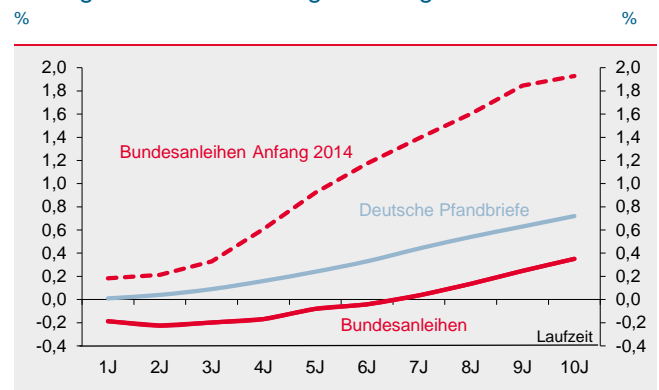
Da Bundesanleihen mittlerweile bis in den sechsjährigen Laufzeitbereich negative Renditen aufweisen, sehen sich viele Anleger in Anleiheklassen mit mehr Risiko um. Doch auch hier macht sich der herrschende Anlagenotstand bemerkbar. Pfandbriefe sind schon länger ein Ankaufziel der EZB. Und obwohl Unternehmensanleihen nicht auf der Kaufliste der Notenbanken stehen, lässt die erhöhte Nachfrage privater Investoren die Kurse steigen.

Konjunkturerholung spielt derzeit keine große Rolle



Quellen: Datastream, Helaba Volkswirtschaft/Research

Geringe Renditeaufschläge für lange Laufzeiten



Quellen: Bloomberg, Helaba Volkswirtschaft/Research

Das Niveau der Kapitalmarktzinsen wird infolge der EZB-Anleihekäufe vermutlich noch für längere Zeit gedrückt bleiben. Allerdings sollten zyklische Kräfte, wie auch die Erfahrungen aus anderen QE-Ländern zeigen, nicht unterschätzt werden. Derzeit werden die verbesserten Konjunkturaussichten hierzulande ignoriert: Der viermalige Anstieg des ifo-Geschäftsklimaindex machte sich bei Renten ebenso wenig bemerkbar wie der überraschend deutliche Zuwachs des deutschen BIP im vergangenen Quartal um 0,7 % sowie der Anstieg des aggregierten Euro-Einkaufsmanagerindex auf den höchsten Stand seit neun Monaten im Februar.

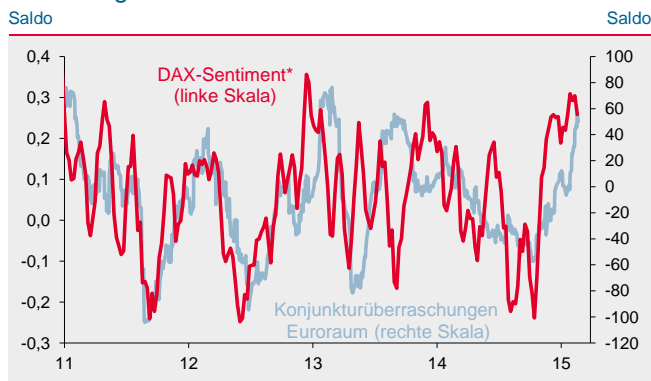
Ungünstiges Chance-Risiko-Verhältnis

Überlagert wird derzeit alles noch von Deflationssorgen. Im Januar war die Teuerung im Euroraum auf -0,6 % gesunken. Aber angesichts zuletzt steigender Ölnotierungen könnte dies bereits das Jahrestief markieren. Dreht die Inflationsrate im Jahresverlauf wieder in den positiven Bereich, wovon auszugehen ist, so dürften Renten trotz QE unter Druck geraten. Anfällig sind dabei längere Laufzeiten, die seit einem Jahr sehr starke Kursgewinne aufweisen. Die Zinsstruktur hat sich dadurch merklich abgeflacht. Der Renditevorteil als Ausgleich für das höhere Risiko von langen Laufzeiten ist stark zusammengeschnitten. Bewegt sich die Teuerung nach oben, so dürften die Erwartungen auf eine Verlängerung des Ankaufprogramms über das geplante Ende im September 2016 hinaus rasch schwinden. Hinzu kommt die absehbare Zinswende in den USA, die ebenfalls psychologische Wirkung zeigen dürfte: Auch in Industrieländern können Leitzinsen angehoben werden.

Aktien: Akute Überhitzung

Euro-Aktien kennen seit Wochen nur eine Richtung: steil nach oben. Angesichts der ultralockeren Geldpolitik der EZB sehen sogar eher konservative Anleger inzwischen offensichtlich nur noch eine Chance auskömmliche Renditen zu erzielen: eine höhere Aktienquote. Zuletzt hat der DAX die psychologisch wichtige Marke von 11.000 Punkten überschritten. Seit Jahresanfang konnten deutsche Standardwerte ein Plus von rund 13 % erzielen. Gegenüber dem Tief von Oktober 2014 sind es sogar fast 30 %. Die Lücke zu US-Aktien, die sich von Sommer bis Herbst letzten Jahres immer weiter geöffnet hatte, ist damit längst wieder geschlossen. Man muss kein Pessimist sein, um die Nachhaltigkeit dieses rasanten Anstiegs in Frage zu stellen. Sicherlich waren die Wachstumsängste, die zu den Kursrückgängen im letzten Herbst geführt hatten, überzogen. Aber so wie Aktien damals nach unten übertrieben haben, scheinen sie jetzt nach oben zu überschießen.

Stimmung erreicht Zenit



Deutliche Konjunkturerholung vorweggenommen



Zwar erhielten die Notierungen in den letzten Wochen Rückenwind auch durch mehrheitlich positive Konjunkturüberraschungen aus dem Euroraum. Dies ist jedoch in erster Linie der zuvor deutlich reduzierten Erwartungshaltung geschuldet. Mittlerweile haben konjunkturelle Stimmungsindikatoren wie die sentix- oder die ZEW-Erwartungsindizes deutlich zugelegt und fast wieder zyklische Hochs erreicht. Der jüngste Anstieg des ifo-Geschäftsklimaindex wirkt dagegen fast schon bescheiden. Dass das wichtigste deutsche Konjunkturbarometer in den kommenden Monaten noch nachlegt, ist fast schon Pflicht. Schließlich haben Aktien bereits eine spürbare Wachstumsbeschleunigung vorweggenommen. Immerhin hat der Abstand des DAX zur 200-Tage-Linie mit rund 14 % wieder Spitzenwerte in der seit 2011 laufenden Hausse erreicht. Auch der ausgeprägte Optimismus der Anleger deutet darauf hin, dass Aktien überhitzt sind. Die Gewinnperspektiven der Unternehmen haben sich bislang aber nicht verbessert. Vielmehr wurden die Schätzungen für die Nettoergebnisse der DAX-Unternehmen für die kommenden 12 Monate und somit die erwartete Gewinndynamik weiter nach unten korrigiert.

US-Zinswende als Belastungsfaktor

In den USA haben die Gewinnerwartungen sogar ihren Zenit schon überschritten. Für die kommenden Quartale rechnen die Analysten im Schnitt mit rückläufigen Nettoergebnissen. Angesichts recht hoher Bewertungen und gleichzeitig überhitzter Stimmung überwiegen die Korrekturrisiken. Schließlich ist nach dem Ende des Ankaufprogramms der Fed nicht nur ein wichtiger Kurstreiber weggefallen. Voraussichtlich zur Jahresmitte wird die US-Notenbank sogar damit beginnen, die Leitzinsen zu erhöhen. Das Ausmaß der Zinserhöhungen wird von den Anlegern bislang unterschätzt. So preisen die Marktteilnehmer – gemessen an den Fed Funds Futures – per Dezember 2015 derzeit lediglich einen Leitzins von rund 0,5 % ein, während die FOMC-Mitglieder im Schnitt einen Wert von über 1 % erwarten. Sofern die Fed nicht doch noch kneift, werden die Anleger in den kommenden Monaten ihre Zinsmeinung korrigieren müssen und damit auch bei Aktien vorsichtiger werden. Eine nachlassende Risikofreude der US-Investoren würde sich auch bei Euro-Aktien negativ bemerkbar machen. Immerhin haben sie zuletzt stark von der Nachfrage aus Übersee profitiert. ■